

苹果本质已是资产管理公司？巴菲特高位套现，但斌嘴硬不卖，这是一个大佬互道 SB 的时代！

导语：在分析苹果时，我们不能忽视这些科技巨头高度金融化的事实。

作者：市值风云 App: beyond

2024 年 8 月 5 日，全球股市迎来“黑色星期一”，日经股指熔断暴跌，美股三大股指均大跌 3% 左右，美股科技 7 巨头多数大跌，其中之一的苹果 (AAPL.O) 一度跌超 7%。

7x24快讯专业服务注册制

美股部分科技股夜盘大跌，苹果一度跌超7%

周一亚洲市场早盘，美股期货延续周五跌势，纳斯达克100指数期货一度跌超2%。经济商夜盘行情显示，苹果一度跌超7%，最新财报显示，巴菲特旗下伯克希尔哈撒韦减持了近50%的苹果仓位，减持金额高达800多亿美元。阿斯麦跌超8%，英伟达跌超7%，特斯拉跌超5%，微软跌超3%。(新浪财经)

2024-08-05 08:49

长按下载APP · 获取实时快讯

 **市值风云**
专业服务注册制 实股之前报一搜



(来源：市值风云 APP)

就在本次大跌之前，巴菲特大举抛售了包括苹果在内的持仓。巴菲特的伯克希尔已经连续 7 个季度抛售美股，在今年二季度加快抛售，对自己的第一大持仓——苹果，巴菲特抛售了一半，今年上半年他共计抛售了约 900 亿美元的美股。

抛售美股的同时，这位奥马哈先知大笔加仓短期美债。伯克希尔的半年报显示，其持有的短期美债从 2023 年底的 1296 亿美元，增加到 2364 亿美元，半年间增持金额高达 1050 亿美元。

	June 30, 2024 (Unaudited)	December 31, 2023
ASSETS		
<i>Insurance and Other:</i>		
Cash and cash equivalents*	\$ 36,884	\$ 33,672
Short-term investments in U.S. Treasury Bills	234,618	129,619
Investments in fixed maturity securities	16,802	23,758
Investments in equity securities	284,871	353,842
Equity method investments	30,065	29,066
Loans and finance receivables	26,085	24,681
Other receivables	45,967	44,174

(来源：伯克希尔 2024 年二季度报)

与之相比，截至今年 7 月末，美联储持有的短期美债规模为 1953 亿美元。这意味着，伯克希尔的短期美债持仓量甚至超过了美联储。

马斯克戏称：巴菲特基本就是美联储。



(来源：网络)

巴菲特在高位手起刀落、减持苹果的行为，想必让不少“价值投资”的拥趸们始料未及。毕竟股神“如果不想持有一只股票十年，那就没必要持有十分钟”的教诲，言犹在耳。说好的“buy and hold”，怎么价投老祖自己先撤了？

国内价投代理人之一的但斌就表示：“就算巴菲特减持，我们也没有跟随减持的想法，人工智能时代，苹果也是最受益的公司之一……美股是全球资本市场的矛，是资本市场的海……更重要的还是企业本身的经营情况以及未来前景。”

@但斌 

#穿越记忆的河流# 看到“伯克希尔持有的**苹果**股份从第一季度的 7.89 亿股下降至约 4 亿股，降幅接近 50%”的新闻，减持一点不意外，但减持这么多感觉还是有点吃惊。**东方港湾**的持仓中苹果约占我们组合的10%，就算看到巴老减持，我们也没有跟随减持的想法，因为人工智能时代，苹果也是最受益的公司之一，苹果16、苹果17，人工智能手机出来后，出现新的增长级与增长空间的概率还是比较大的。

在巴菲特的投资副手泰德·韦施勒和托德·康布斯的影响下，伯克希尔于 2016 年开始购买**苹果**股票。应该说这8年来，**苹果**公司为伯克希尔的业绩做出了巨大贡献，未来不知道伯克希尔是否会全部减持。美股是全球资本市场的矛，是资本市场的“海”，即便伯克希尔减持这么多，对市场和公司的影响也不是特别大，更重要的还是企业本身的经营情况以及未来前景。

(来源：网络)

也难怪众多国内投资人对巴菲特减持苹果的行为一时难以理解和接受。减持苹果的举动与股神此前的表态形成鲜明对比，他曾在 2020 年 2 月表示：

“苹果可能是我所知道的世界上最好的企业。”他还宣称：“苹果是伯克希尔继保险和铁路业务之后的‘第三大业务’”。他多次表达了对苹果及其 CEO 蒂姆·库克的赞赏，甚至曾表示除非发生重大变化，否则苹果将是他最大的投资。

既然是所知最好的企业，是公司的第三大业务，怎么会在短短的一个季度里就抛售掉一半？是苹果的基本面发生了哪些不为人知的重大变化，才让股神抛掉心头所爱吗？事情还要从 2016 年说起。

一、巴菲特口中的苹果：卓越的盈利机器

伯克希尔对于苹果的投资始于 2016 年。据说，是巴菲特的两位接班人首先买入了小仓位苹果股票，后得到巴菲特的批准后，伯克希尔开始大举建仓。

在 2016 年年报中，苹果出现在伯克希尔的前十大持仓中，截至当年 12 月末，伯克希尔持有苹果 1.1% 的股份。

		12/31/16		
<u>Shares*</u>	<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
(in millions)				
151,610,700	American Express Company	16.8	\$ 1,287	\$ 11,231
61,242,652	Apple Inc.	1.1	6,747	7,093
6,789,054	Charter Communications, Inc.	2.5	1,210	1,955
400,000,000	The Coca-Cola Company	9.3	1,299	16,584
54,934,718	Delta Airlines Inc.	7.5	2,299	2,702
11,390,582	The Goldman Sachs Group, Inc.	2.9	654	2,727

(来源：伯克希尔 2016 年报)

此后，伯克希尔逐渐加大对于苹果的建仓力度。2017 年底，伯克希尔持有苹果 3.3% 的股份；到了 2018 年底，其持有苹果股份的比例达到 5.4%，苹果也正式成为伯克希尔的第一大重仓股。

2019、2020 两年，伯克希尔持有苹果股份的比例在 5.6% 上下，在今年二季度减持之前，其持股比例基本没有变化。

据伯克希尔在 2020 年财报中披露，其购买苹果股份的成本大概是 360 亿美元，从 2016 年末到 2022 年末（此后未披露），苹果每年分给伯克希尔的股息大约是 7.8 亿美元。2020 年，伯克希尔还通过小比例减持，套现 110 亿美元。

Our cost for that stake was \$36 billion. Since then, we have both enjoyed regular dividends, averaging about \$775 million annually, and have also – in 2020 – pocketed an additional \$11 billion by selling a small portion of our position.

Despite that sale – voila! – Berkshire now owns 5.4% of Apple. That increase was *costless* to us, coming about because Apple has continuously repurchased its shares, thereby substantially shrinking the number it now has outstanding.

(来源：伯克希尔 2020 年报)

加上今年二季度伯克希尔将苹果持仓从 7.9 亿股减至约 4 亿股，套现约 800 亿美元，伯克希尔在持有苹果这几年里，获得收益总计（套现+股息）估计超过 900 亿美元。

截至今年 6 月末，伯克希尔持有的**的**有价证券资产中，以公允价值衡量，所持苹果股票的价值还有 842 亿美元。相比于 360 亿美元的取得成本，伯克希尔在苹果这笔交易中，可以说赚得盆满钵满了。

Approximately 72% of the aggregate fair value was concentrated in five companies (American Express Company – \$35.1 billion; Apple Inc. – \$84.2 billion; Bank of America Corporation – \$41.1 billion; The Coca-Cola Company – \$25.5 billion and Chevron Corporation – \$18.6 billion).

(来源：伯克希尔 2024 年半年报)

巴菲特对于苹果业务以及 CEO 蒂姆·库克的高度认可，有目共睹。在今年 5 月份的年会上，巴菲特宣称，他长期持有的两项重要投资，即可口可乐和美国运通都是“出色”的企业，但他称赞苹果是“更为卓越的一家”。

苹果在大众眼里是一家软硬件协同强势的科技公司，它的硬件产品（如 iphone 手机）和 App Store 数字内容服务构建起了极具黏性的业务生态。巴菲特也在 2018 年的股东大会上肯定了这一点。

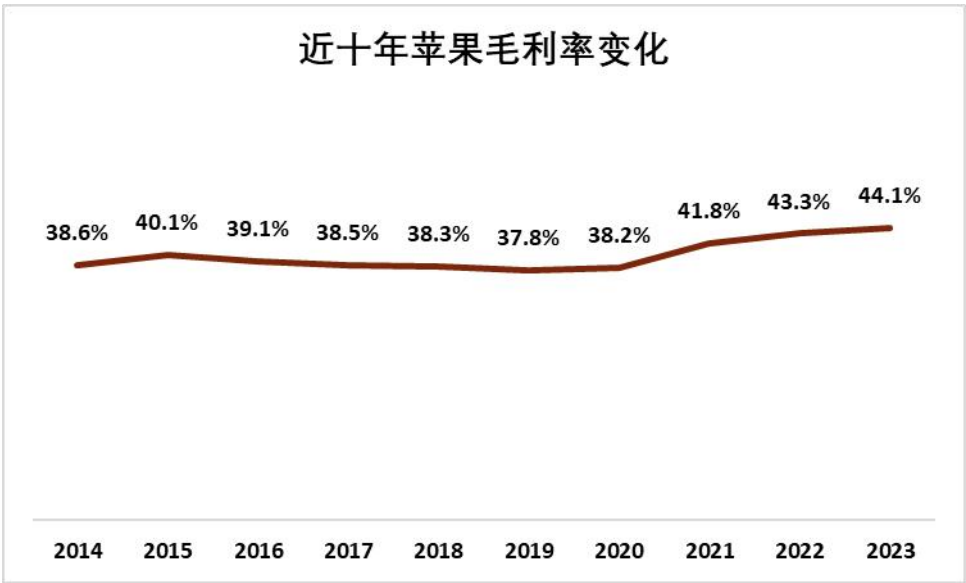
这个黏性十足的业务生态确实极具变现能力。近十年，苹果的收入由 2014 年的 1828 亿美元增长至 2023 年的 3833 亿美元，CAGR 为 9%；同期，净利润由 395 亿美元增长至 970 亿美元，CAGR 为 10%。



(来源：苹果财报)

在这一过程中，虽然苹果在硬件市场（尤其是手机）屡屡遭遇挑战，但硬件产品的毛利率依旧保持缓慢提升，2023 年硬件产品毛利率为 36.5%。软件服务的毛利率相对提升更快，2024 年达到 70.8%。

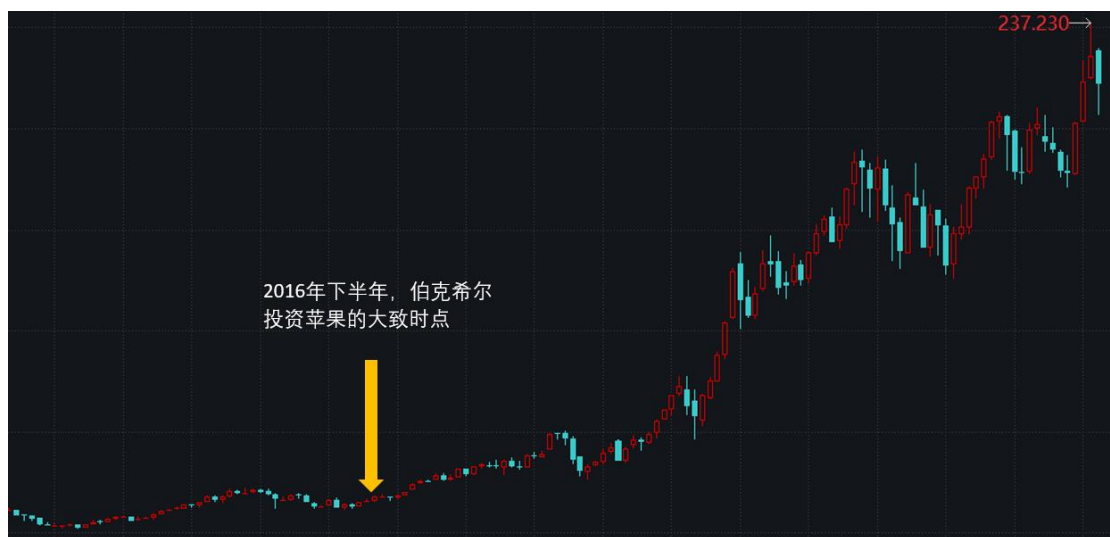
在软硬件业务的共同推动下，苹果的综合毛利率在 2023 年达到 44%，较 2014 年提高了 5.5 个百分点。



(来源：苹果财报)

如果从“成长”的角度来看，近十年苹果的收入和盈利复合增速并不算十分突出。

站在 2016 年巴菲特投资的时点，对应的苹果 PE 估值大概是 16 倍左右，估值条件在巴菲特过往投资案例中，也谈不上“便宜”，相反在当时看来，苹果的股价与静态估值都处于其历史高位，这也引来不少的市场质疑之声。



(来源: wind)

那么，除了股神对于苹果商业生态的信心以外，还可能有哪些因素支撑其大举投资苹果呢？

这里风云君提出一个思路：大众看到的软硬件协同强势的业务生态可以说是苹果业务的 A 面，它还有易被人忽视的 B 面业务。

二、B 面：风生水起的资管业务

作为一家大型跨国企业，苹果可以利用强大的资本市场来募集资金，比如通过发行债券的形式。

追溯苹果历年财报可以发现，2012 年以前苹果几乎没有什么长期债务，2012 年其长期债务还是 0。

	2014	2013	2012
Cash, cash equivalents and marketable securities	\$ 155,239	\$ 146,761	\$ 121,251
Property, plant and equipment, net	\$ 20,624	\$ 16,597	\$ 15,452
Long-term debt	\$ 28,987	\$ 16,960	\$ 0
Working capital	\$ 5,083	\$ 29,628	\$ 19,111

(来源：苹果 2014 年报)

2013 年，苹果发行了 170 亿美元的长久期债券。2014 年，苹果继续发行了 120 亿美元的长久期债券。这些债券的到期时间各不相同，最长的要到 2044 年才到期——也就是 30 年以后。

In April 2014, the Company increased its share repurchase authorization to \$90 billion and the quarterly dividend was raised to \$0.47 per common share, resulting in an overall increase in its capital return program from \$100 billion to over \$130 billion. During 2014, the Company utilized \$45 billion to repurchase its common stock and paid dividends and dividend equivalents of \$11.1 billion. The current share repurchase program is expected to be completed by the end of December 2015. [The Company also issued \\$12.0 billion of long-term debt during 2014 with varying maturities through 2044](#) and launched a commercial paper program, with \$6.3 billion outstanding as of September 27, 2014.

In April 2013, the Company announced a significant increase to its program to return capital to shareholders by raising the total amount it expected to utilize for the program through December 2015 to \$100 billion. This included increasing its share repurchase authorization to \$60 billion and raising its quarterly dividend to \$0.44 per common share beginning in May 2013. During 2013, the Company utilized \$23.0 billion to repurchase common shares and paid dividends of \$10.5 billion or \$1.64 per common share. In conjunction with its capital return program, [in May 2013 the Company issued \\$17.0 billion of long-term debt with varying maturities through 2043](#).

(来源：苹果 2014 年报)

从 2013 年开始，苹果此后 5 年里平均每年都发行超过 200 亿美元的长期债券，到了 2017 年，其长期债务规模达到 1037 亿美元，截至 2023 年末，其长期债务还保持千亿美元的水平。



(数据来源：苹果历年财报，“市值风云” APP 整理制图)

苹果发行这么多长期债券干什么呢？是自身的经营性现金流不足以支撑资本开支吗？众所周知，苹果的代工模式将大额资本开支的压力转移给了合作代工厂商，其自身对于资本开支的需求是比较小的。

以 2014 年为例，苹果当年实际的资本开支金额只有 96 亿美元，这其中包括对零售门店的升级改造、开设，以及对于数据中心、公司基础设施、信息系统升级的投入等。

Capital Assets

The Company's capital expenditures were \$11.0 billion during 2014, consisting of \$491 million for retail store facilities and \$10.5 billion for other capital expenditures, process equipment and other corporate facilities and infrastructure. [The Company's actual cash payments for capital expenditures during 2014 were \\$9.6 billion.](#)

(来源：苹果 2014 年报)

而当年，苹果经营活动产生的现金流入达到 597 亿美元，随着经营状况向好，苹果的经营性现金流入持续增加，最近三年都在千亿美元/年以上。同期，苹果的资本开支最多的一年也不超过 200 亿美元，换句话说，苹果根本不缺钱。



（数据来源：苹果历年财报，“市值风云” APP 整理制图）

从苹果这上千亿美元的定期债务结构来看，由于期限不同，对应的利率水平也不同，苹果披露的利率范围大概在 1.4%-4.3%这个区间。

苹果的发债成本特别低，以 2017 年为例，其发行的 5 年期债券利率只有 1.8%。要知道我们刚刚在今年 8 月 10 号发行的 5 年期储蓄国债票面利率还有 2.3%，这还是在利率下行了几年之后的水平。

(Continued)		2017	
		Amount (in millions)	Effective Interest Rate
Second quarter 2017 debt issuance of \$10.0 billion:			
Floating-rate notes	2019	500	1.39%
Floating-rate notes	2020	500	1.51%
Floating-rate notes	2022	1,000	1.81%
Fixed-rate 1.550% notes	2019	500	1.59%
Fixed-rate 1.900% notes	2020	1,000	1.51%
Fixed-rate 2.500% notes	2022	1,500	1.80%
Fixed-rate 3.000% notes	2024	1,750	2.11%
Fixed-rate 3.350% notes	2027	2,250	2.25%
Fixed-rate 4.250% notes	2047	1,000	4.26%

（来源：苹果 2017 年报）

苹果的上千亿美元长期债务中，2028 年以后到期的超长期债券占比超过一半。

2024	\$	9,943
2025		10,775
2026		12,265
2027		9,786
2028		7,800
Thereafter		56,003
Total term debt principal	\$	106,572

(来源：苹果 2023 年报)

根据苹果在 2023 年报中披露的过去三年的利息支出，我们可以推算，其上千亿美元长期债务的整体成本率大概不超过 3%。

The effective interest rates for the Notes include the interest on the Notes, amortization of the discount or premium and, if applicable, adjustments related to hedging. The Company recognized \$3.7 billion, \$2.8 billion and \$2.6 billion of interest expense on its term debt for 2023, 2022 and 2021, respectively.

(来源：苹果 2023 年报)

苹果发债的成本甚至低于一个主权国家发行的国债，而且其通常会在一年里发行四种期限的债券，分别是 3 年、5 年、10 年和 30 年后到期。通常只有一个国家的财政部才会一次性发行这么多期限不同的债券。

更关键的是，苹果自身的现金流状况非常好，不但不缺钱，甚至早就富可敌国了。

赚得多、花得少的同时，苹果还可以通过海外避税来减少被美国政府薅羊毛，直到 2016 年特朗普上台之后推出了新的减税与就业法案。这项法案针对的就是苹果这类跨国巨头。

2016 年之前，美国跨国企业只有将海外赚取的利润汇回美国时，才需要缴税。这促使美国跨国企业更倾向于将利润保留在海外的一些“避税天堂”，比如百慕大、爱尔兰等等。

贸发会议指出，美国税法改革最终对全球投资的影响将取决于少数几个大型跨国公司的行为，这些跨国公司持有大部分海外现金。仅五家高科技公司，苹果、微软、思科、字母表（谷歌）和甲骨文就共同在海外拥有超过5300亿美元的现金，估计占可回流的流动资产总额的四分之一。

（来源：联合国官网）

新的减税与就业法案一方面将美国企业适用的税制改为属地税制体系，并下调税率；另一方面，则对企业的离岸现金进行征税。这种“胡萝卜加大棒”的组合拳，目的就是促使美国跨国企业更多地在美国本土报告盈利和缴税。

有数据显示，仅 2018 年美国企业汇回本土的资金就高达 7770 亿美元。这些天量资金回到美国以后被用来做什么呢？美联储的研究发现，这些资金仍然没有大幅流入企业的资本开支，还是作为金融用途居多——偿债以及回购。

对于苹果这个跨国巨头而言，通过在 2017 年之前大量发债，手握巨量低成本资金，其副业金融资管业务，已经做得风生水起。

（一）跨境套利与信用套利

所谓跨境套利，就是一个企业在多个国家资本市场之间选择最佳融资环境的套利活动。疫情之前，欧元区 and 日本的利率已降到 0 附近，那时美联储的政策利率则保持在 2% 以上。

欧洲央行和日本央行实施的企业债发行以及银行信贷的政策非常宽松，大型企业在这个两个地区融资（无论是发债，还是贷款），都不需要支付很高的信用溢价。

这意味着一家跨国企业如果能在欧元区或者日本市场融入资金，再把资金投入美国市场，那就能轻轻松松实现套利。苹果就是这样做的，过去苹果曾在欧元区、日本等地区发过债。巴菲特也曾看到这种便利，指导伯克希尔在日本发债募资。

Company had outstanding floating- and fixed-rate notes with varying maturities for an aggregate principal amount of interest is payable in arrears, quarterly for the U.S. dollar-denominated and Australian dollar-denominated floating, British pound-denominated and Japanese yen-denominated fixed-rate notes and annually for the euro-denominated

（来源：苹果 2016 年报）

除了跨境套利以外，苹果还进行了信用套利。所谓信用套利，就是企业利用自己的高信用主体融入相对低廉的资金，再把资金出借给低信用主体，从中套取利差。

早在 2016 年，苹果持有的公司债券规模就超过了 1300 亿美元，其企业债+ABS/MBS 规模合计超过了 1500 亿美元。

2016				
	Adjusted Cost	Unrealized Gains	Unrealized Losses	Fair Value
Cash	\$ 8,601	\$ —	\$ —	\$ 8,601
Level 2:				
U.S. Treasury securities	41,697	319	(4)	42,012
U.S. agency securities	7,543	16	—	7,559
Non-U.S. government securities	7,609	259	(27)	7,841
Certificates of deposit and time deposits	6,598	—	—	6,598
Commercial paper	7,433	—	—	7,433
Corporate securities	131,166	1,409	(206)	132,369
Municipal securities	956	5	—	961
Mortgage- and asset-backed securities	19,134	178	(28)	19,284
Subtotal	222,136	2,186	(265)	224,057
Total	\$ 235,810	\$ 2,186	\$ (411)	\$ 237,585

(来源：苹果 2016 年报)

这与一个大型美国金融机构的企业债及 ABS 资产组合规模相当。2016 年末富国银行的“投资证券”中企业债及 ABS 规模才是 1239 亿美元。

在投资评级中，苹果这样的大型优质企业的主体评级和债项评级都是中上级，而银行发行的企业债和 ABS 资产通常都属于中下级。

苹果凭借高信用等级以较低的成本融入资金，再购入低评级发行人发行的债券，这样就完成了信用套利。

截至 2023 年末，苹果持有的企业债及 ABS/MBS 资产组合仍旧高达 992 亿美元。

	2023			
	Adjusted Cost	Unrealized Gains	Unrealized Losses	Fair Value
Cash	\$ 28,359	\$ —	\$ —	\$ 28,359
Level 1:				
Money market funds	481	—	—	481
Mutual funds and equity securities	442	12	(26)	428
Subtotal	923	12	(26)	909
Level 2 ⁽¹⁾ :				
U.S. Treasury securities	19,406	—	(1,292)	18,114
U.S. agency securities	5,736	—	(600)	5,136
Non-U.S. government securities	17,533	6	(1,048)	16,491
Certificates of deposit and time deposits	1,354	—	—	1,354
Commercial paper	608	—	—	608
Corporate debt securities	76,840	6	(5,956)	70,890
Municipal securities	628	—	(26)	602
Mortgage- and asset-backed securities	22,365	6	(2,735)	19,636
Subtotal	144,470	18	(11,657)	132,831
Total ⁽²⁾	\$ 173,752	\$ 30	\$ (11,683)	\$ 162,099

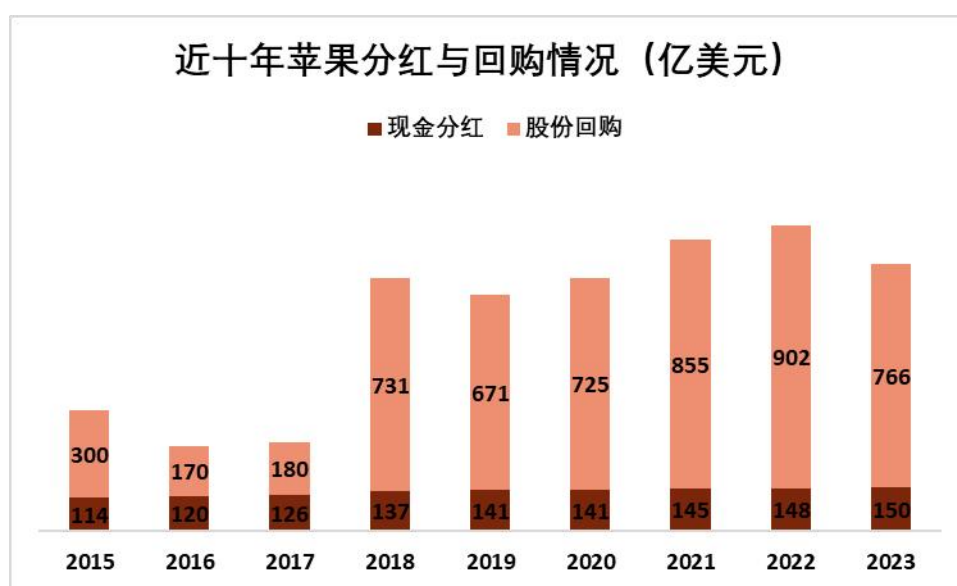
(来源：苹果 2023 年报)

玩转高度灵活的金融套利业务之外，苹果用手中的巨量低成本资金做的另一件事就是回报股东，这也是巴菲特十分热衷的。

(二) 分红与回购

苹果的现金分红一直表现稳定，从 2015 年开始随着经营状况提升，其现金分红规模逐年递增，由 2015 年的 114 亿美元提升至 2023 年的 150 亿美元。

从趋势上来看，在 2018 年特朗普减税与就业法案实施开始，苹果投入股份回购的金额随即大增，2017 年股份回购花了 180 亿美元，2018 年增加到了 731 亿美元。



(数据来源：苹果历年财报，“市值风云”APP 整理制图)

此后几年，苹果依旧保持着大额股份回购节奏，**2018-2023 年，投入股份回购的总金额达到 4650 亿美元。**

比起稳定的现金分红，这些巨量股份回购对于股东才是更为可观的回报。也就是在 2018 年这一年，伯克希尔已经完成了对于苹果的建仓，此后其对苹果持股比例的上升是受益于苹果持续的股份回购。

<u>Company</u>	<u>Yearend Ownership</u>	<u>Berkshire's Share in \$ millions of Dividends(1)</u>	<u>Retained Earnings(2)</u>
American Express	17.9%	\$ 237	\$ 997
Apple	5.4%	745	2,502
Bank of America	9.5%	551	2,096
Coca-Cola	9.4%	624	(21)
Wells Fargo	9.8%	809	1,263
Total		<u>\$2,966</u>	<u>\$6,837</u>

(来源：伯克希尔 2018 年报)

看到这里，我们不得不又一次感叹巴菲特对于投资时点精准的把握。另外，你还会认为，苹果只是一家单纯的科技公司吗？

回顾完股神投资苹果的案例，我们发现包括苹果在内的这些美国科技巨头，已经通过发债融资、跨境套利、信用套利以及回购股份这些活跃的金融活动，不仅重塑了自身资产负债表，而且对于整个美国货币和债券市场构成了一定影响。

在分析这些公司的时候，我们不能忽视这些科技巨头高度金融化的事实。

由于体量巨大、业务范围过于宽泛，这些科技巨头已经很难被划定在单一行业内，比如苹果，它为人熟知的是它的软硬件生态，但它的副业——基于套利的资管业务，也做得风生水起，甚至它的金融资产组合规模已经达到大型金融企业的程度。

结语

2024 年 7 月末，94 岁高龄的巴菲特在发出最后一笔交易指令后，拿起话筒，拨通了那个烂熟于胸的号码。

“查理，我今天抛掉了一半苹果。”

对面无应答。

“我想，你能理解我的决定。肯定又会有很多人跳出来猜测我的动机，看空美国经济啦、交易衰退啦，抛掉苹果，我们能回笼千亿美元的资金，我把它们多数买了短债，一年 4 个点的确定性收益，为什么不呢？”

对面无应答。

“市场有涨有跌，投资有赔有赚，没有人能抓住最低点进入，最高点退出，我们能做到的，只有‘见好就收’。没有人能料事如神，落袋为安，好过追悔莫及。”

对面依旧无应答。

“时间是投资者的朋友，但人们往往忽略了另外一点——时间是投资回报的天敌。你一定能理解我，查理，拜拜。”